外需冲击最大时期已过

数据： 6 月官方制造业 PMI 为 50.9（前值 50.6），非制造业 PMI 为 54.2（前值 53.6），综合 PMI 产出指数为 53.4（前值 53.4）。

1、6 月制造业 PMI 相对上月小幅上升，其中，生产、需求改善均有所加快，主要原材料库存降幅收窄，产成品库存降幅有所扩大，价格环比继续回升。

（1）供需角度看，生产较上月上升（+0.7 至 53.0），新订单指数上升（+0.5 至 51.4），生产、需求改善有所加快。

（2）采购库存角度，原材料库存在收缩区内上行（+0.3 至 47.6），产成品库存在收缩区间内下行（-0.5 至 46.8），采购量上行（+1.0 至 51.8），制造业主要原材料库存降幅收窄，产成品库存降幅有所扩大。

（3）从价格来看，主要原材料购进价格指数上升（+5.2 至 56.8），出厂价格指数在重回扩张区间（+3.7 至 52.4）。

（4）进出口看，进口收缩区内上升（+1.7 至 47.0），出口上升（+7.3 至 42.6）。

（5）就业压力有所加大，从业人员指数较上月下行（-0.3 至 49.1）。

（6）企业规模看，大型企业上行（+0.5 至 52.1），中型企业上行（+1.4 至 50.2），小型企业下行（-1.9 至 48.9）；大中型企业改善，但小企业有所弱化。

（7）生产经营活动预期下行（-0.4 至 57.4），市场信心继续改善但幅度放缓。

2、6 月非制造业商务活动继续上升，其中服务业继续改善，建筑业扩张有所放缓。服务业商务活动指数为 53.4，高于上月 1.1 个百分点，调查的 21 个行业中，有 15 个行业商务活动指数高于临界点，多数行业生产经营持续恢复。建筑业商务活动指数为 59.8%，虽较上月回落 1.0 个百分点，但连续三个月高于 59.0%，建筑业工程量稳步增长。从市场预期看，业务活动预期指数为 67.8%，高于上月 0.3 个百分点，企业对行业发展信心有所增强。

3、6 月 PMI 数据有三点值得关注：（1）制造业生产、需求改善有所加快。生产指数为 53.9，新订单指数 51.4，均较上月有所加快，其中新订单指数连续两个月回升，表明随着国内外经济逐步恢复正常化，供需改善有所加快。从行业情况看，医药、有色、通用设备、电气机械器材等制造业新订单指数和生产指数均明显高于上月，市场需求得到改善，企业生产动力有所增强。反映到价格方面，价格指数继续上升，与高频数据相一致，本月原油、钢铁、有色价格均环比上升，是经济复苏在价格层面的表现。我们看到，经济复苏过程中，基建、房地产投资修复相对更快，制造业投资明显偏弱。供需改善背景下，预计本月制造业投资修复将略有加快。**（2）外需仍存在不确定性，但负面冲击最大时期已过。**随着全球主要经济体先后重启经济，制造业进出口指数低位回升，其中新出口订单指数为 42.6，高于上月 7.3 个百分点，进口指数为 47.0，较上月回升 1.7 个百分点。与之相对应的是随着经济逐步重新开放，欧洲、美国、日本制造业 PMI 也明显改善，特别是此前受社交隔离影响更大的服务业，相对改善更为明显。往前看，虽然海外疫情尚未得到完全控制，部分地区疫情出现反复，外需仍存在不确定性。但在疫情应对更加精细化的背景下，回到此前经济大规模停滞的可能性相对不大。因此，可以明确的是，外需对于经济负面冲击最大的时候已经过去。**（3）建筑业虽有所放缓，但景气度依然维持高位，基建持续上升方向确定。**建筑业商务活动指数为 59.8，虽较上月回落 1.0 个百分点，但连续三个月高于 59.0，建筑业工程量稳步增长。从市场预期看，业务活动预期指数为 67.8，高于上月 0.3 个百分点，企业对行业发展信心有所增强。本月建筑业 PMI 有所回落，或与南方大范围降雨影响部分项目施工有关，但基建持续上升的方向是确定的。往前看，随着国内经济逐步恢复正常化，财政政策正在由前期救助转向内需反补外需的经济刺激，逆周期政策的力度也将明显加强。我们预计全年基建投资增速将达到 13%左右。

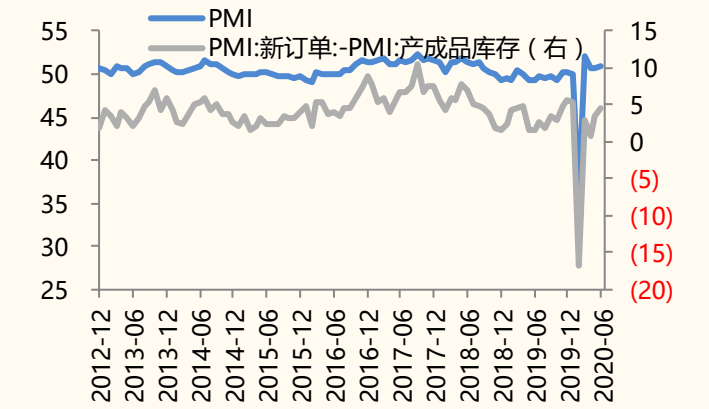
风险提示： 财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

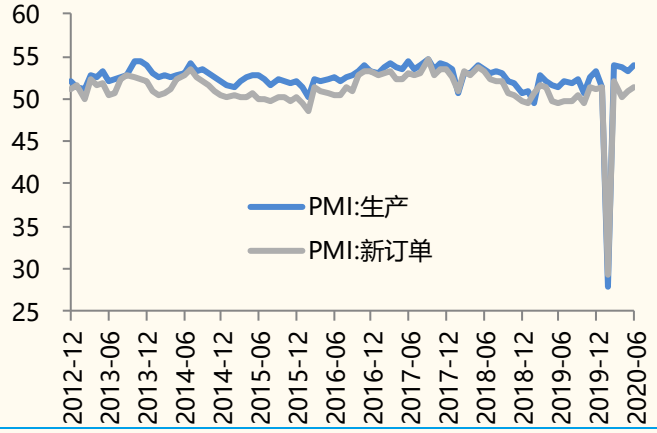
邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

图表 1：6 月制造业 PMI 小幅上升



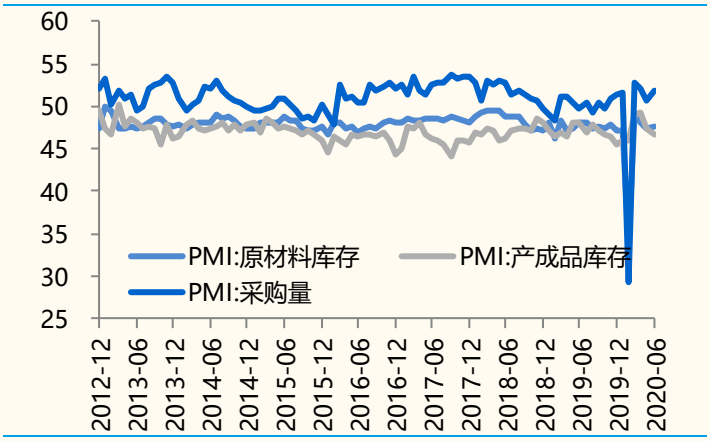
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 2：制造业生产、新订单指数小幅回升



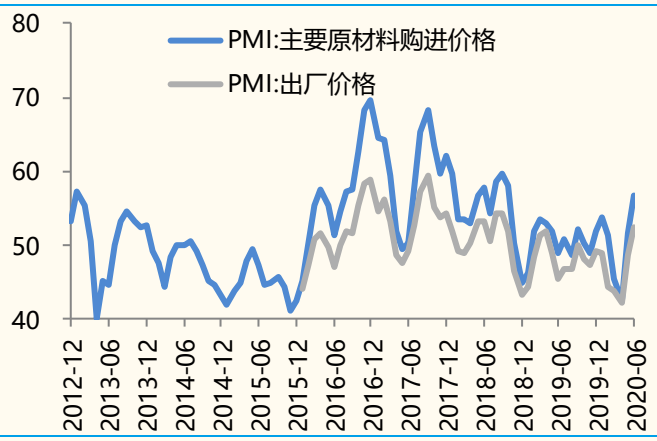
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 3：原材料库存指数上升，产成品库存指数下降



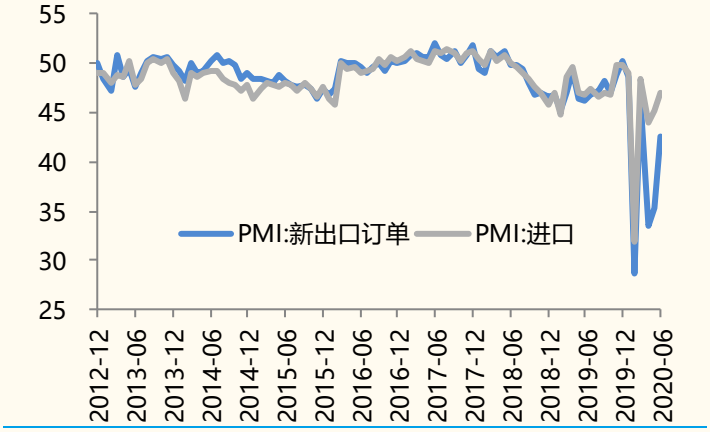
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 4：主要原材料购进价格，出厂价格指数上升



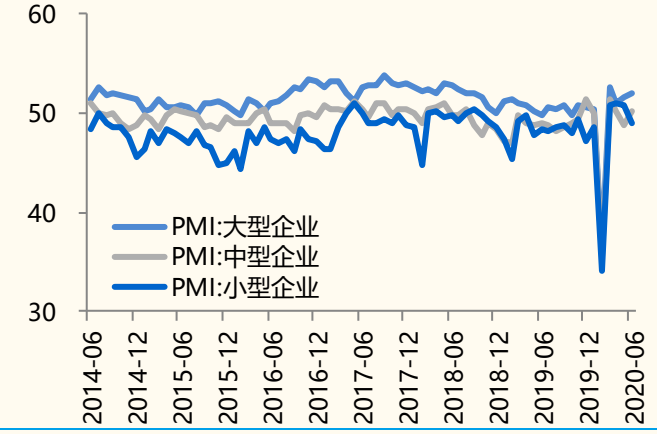
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 5：进口、出口指数继续上升



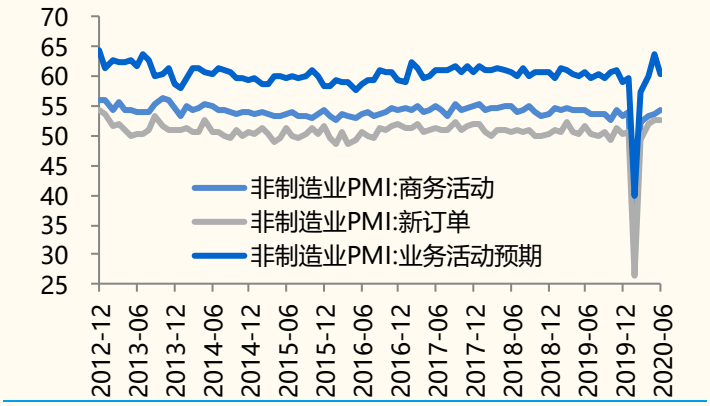
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 6：各类型企业景气度改善幅度有所分化



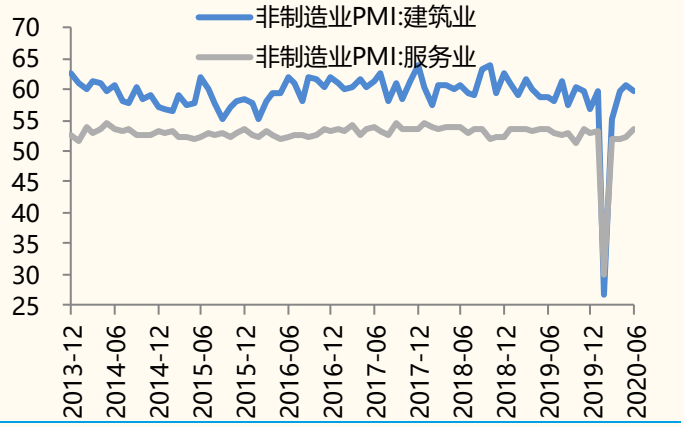
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 7：非制造业商务活动指数继续回升



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 8：建筑业改善幅度放缓，服务业指数继续回升



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

风险提示：

1. 财政宽松力度不足，减税降费力度不够或者执行力度不够，难以对冲经济下行压力，导致企业盈利进一步下降，失业等问题加剧；

2. 货币政策短期过紧导致名义利率上升，同时物价下滑，实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力；

3. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；

4. 房地产市场持续收紧，叠加资管新规严格执行程度超预期，可能造成部分金融机构出现风险，从而导致系统性风险发生概率上升；

5. 中美贸易摩擦升温，对双方需求形成较大冲击；如果美联储加息速度和幅度高于市场预期，将推升美元大幅上升，资本流入美国，新兴市场将再度面临资本流出，可能诱发风险。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH